

米国証券業の自主規制機関による 不当な競争制限の防止(二・完)

——全米証券業協会を巡る最近の問題——

村 田 淑 子

目 次

- 一 はじめに
- 二 米国証券業の自主規制機関の法的枠組み
- 三 自主規制機関の自主規制に対する反トラスト法の適用——一九七五年までの動き——(以上一九九七年第三号)
- 四 全米証券業協会を巡る最近の問題
 - (1) 序
 - (2) ナスダック市場における問題
 - (イ) 気配慣行 (quoting convention)
 - (ロ) その他の問題
 - (3) 自主規制機関としてのNASDの問題
 - (イ) 適切な措置の怠慢
 - (ロ) 規制上の問題
 - (ハ) 目的の優先順位の問題
 - (4) 自主規制機関としてのNASDの機能強化
 - (イ) ルードマン委員会
 - (ロ) SECの命じた改善措置

五 分 析

(1) 統治構造 (governance structure)

(イ) NASDの二つの機能と自主規制機関としての限界

(ロ) 理事会の構成

(2) 懲戒手続

(イ) 自主規制機関による懲戒を巡る議論

(ロ) 自主規制機関の懲戒手続に対する評価

(ハ) 専門の審問役員制度

六 結びにかえて ―日本法への示唆― (以上本号)

四 全米証券業協会を巡る最近の問題

(1) 序

すでにみたように、自主規制には政府規制に勝る長所があるものの、主に四つの短所がある。すなわち、①熱心に行われにくく、②(参加業者、特にその一部の利益を図り)公益が反映されにくく、③競争制限のために悪用されがちであり、④調査権限が弱い(本稿一参照)。しかし、それゆえ、取引所やNASD(全米証券業協会)等の自主規制機関はSECの広範な監督に服し、自主規制として正当化しえない不当な競争制限を防ぐ法的枠組みがかなり整っているように見えた(本稿二(1)参照)。特にNASDについては、そのような枠組みが早くから比較的整っており、さらに、NASDが運営するナスダック(National Association of Securities Dealers Automated Quotation System: NASDAQ⁽¹⁰⁶⁾)をはじめ店頭市場では、一つの銘柄につき複数存在するディーラー間の競争のため、効率的な価格発見が行われ、取引費用であるスプレットが狭くなり、共謀の機会は存在しないと考えられていた。⁽¹⁰⁷⁾

ところが、近年、そのようなナスダック市場でマーケット・メーカー（後述）による競争制限的慣行が横行し、NASDがナスダック市場及びその会員の監督・規制という取引所法上の義務を適切に遂行してこなかったことが明らかとなった。すなわち、自主規制機関として適切な調査や規制を怠り、競争を制限する又は投資家の誤解を招く行為に従事してきた⁽¹⁰⁸⁾。本稿の後半では、ナスダック市場でどのような競争制限的慣行が存在したのか、NASDの自主規制機関としての対応にどのような問題があったのか、そのNASDの問題に対してどのような改善措置が講じられることになったのか、を考察してゆく。このようなNASDを巡る最近の問題の検討を行うことにより、我が国で自主規制機関を活用する際に、自主規制として正当化しえない不当な競争制限をいかに防止するかを考えるうえで、示唆されるものを探る。

店頭市場における自主規制機関であるNASDの最近の問題をみる前に、まず、店頭市場の特徴及びそれに伴う規制上の特徴を簡潔にみておくことが有益であろう。

取引所市場「オークション・マーケット（競争売買方式）でありオーダー・ドリブン（注文駆動）型」では、売り注文と買い注文を物理的に一ヶ所（すなわち取引所）に集めて競り合わせることににより、流通性が確保され、効率的な価格発見が行われると期待される⁽¹⁰⁹⁾。他方、店頭市場「ディーラー・マーケット（ディーラー方式）でありクオート・ドリブン（気配駆動）型」では、物理的な中央市場はなく、顧客の売買注文同志を直接付け合わせるよりむしろ、マーケット・メーカーと呼ばれるディーラーが気配、すなわち自己が売る又は買う意欲のある価格（呼値）と数量を付け、常時取引に応じる準備をして待機していることにより、流通性が確保され、また、マーケット・メーカー間の競争により効率的な価格発見が行われると期待される。

このような店頭市場が市場として信頼され、円滑に機能するためには、マーケット・メーカー間の公正かつ自由な

競争はいうまでもなく、市場参加者が公平かつ正確に市場の姿を知ること、すなわち、「公表される気配相場の公正さと完全さ」の確保が不可欠である。このため、取引所法は、不当な競争制限を防止する規定をおくだけでなく（本稿二(1)参照）、「気配相場が公正かつ情報として有益な気配相場を示し、かつ虚偽又は誤解を招く気配を防止」するような規則を持つことをNASDに要求する⁽¹⁰⁾。そして、市場の透明性と流動性、信頼性を確保するために、マーケット・メーカーには、主に二つの重要な義務が課されている。まず、マーケット・メーカーは自己の表示する気配（もしくはそれよりも優利な価格）で取引を必ず執行し（「確定気配規則（firm quote rule）」⁽¹¹⁾）、さらに、取引を迅速かつ正確にナスダックへ報告しなければならぬ（「取引報告規則」⁽¹²⁾）。いうまでもなくNASDは、自主規制機関として会員のマーケット・メーカーがこれらの規定を遵守するように強制する義務を負う。

(2) ナスダック市場における問題

取引所法は、米国の証券市場が「自由かつ公開のものであり」、「投資家及び公共の利益を保護する」手段を有することを企図する⁽¹³⁾。活発な価格競争は、自由かつ公開の市場の証明であり、分散したディーラー市場を効率的に機能させ、規制するために不可欠である⁽¹⁴⁾。ところが、マーケット・メーカーが価格競争である気配競争を制限し、顧客の誤解を招く問題ある行為に従事していた。一連の問題が明らかとなる直接のきっかけは、「ナスダックのマーケット・メーカーが八分の奇数の気配（後述）を避けることで、スプレッドを広く維持することを共謀している」とする一九九四年五月に報道されたクリスティール・シェルトン論文であった⁽¹⁵⁾。これを契機に、①投資家によるマーケット・メーカーに対する反トラスト法に基づく提訴⁽¹⁶⁾、②司法省及びSECによる調査⁽¹⁷⁾、③司法省による反トラスト法に基づく提訴が行われた⁽¹⁸⁾。一連の調査で次のようなナスダック市場における問題行為の実態が明らかとなった。

（イ） 気配慣行 (quoting convention)

マーケット・メーカーは、買い気配と売り気配を付け、それらの値幅であるスプレッドは、マーケット・メーカーにとつては一株当たりの利益となり、投資家にとつては取引費用となる。マーケット・メーカー同志が活発に競争すれば、スプレッドが狭くなると予想される。しかし、実際には、マーケット・メーカー間に、気配競争を制限し、スプレッドを広く維持する慣行が存在し、その結果、気配相場の公正さと正確さを歪め、経済的に効率的な取引執行を妨げ、投資家の支払う取引費用を高めた。⁽¹¹⁹⁾

気配競争を制限する方法は、多くの銘柄について、八分の奇数の気配（ $1/8$ 、 $3/8$ 、 $5/8$ 、 $7/8$ ）を避けるというものである。⁽¹²⁰⁾ NASD規則では、通常、気配は $1/8$ ドル刻み（二・五セント）でつけることができる。しかし、気配として八分の奇数を避け、八分の偶数（ $0/8$ 、 $2/8$ 、 $4/8$ 、 $6/8$ ）のみを使えば、實際上、気配は $1/4$ ドル（二五セント）刻みとなり、最小スプレッドは $1/8$ ドルではなく $1/4$ ドルとなる。すなわち、小刻みな気配変動はできなくなる。このような気配慣行は、暗黙のルールとされ、「倫理」・「伝統」・「専門家としての規範」として扱われるほどに、マーケット・メーカーの間に広く根付いていた。そして、この慣行を遵守しない者に対しては、いわばカルテル破りに対する制裁として、電話による嫌がらせ、取引拒絶、取引拒絶の脅迫、マーケット・メーカー間で共有する私的情報（後述）の提供の拒否、等の同業者からの圧力がかけられた。さらに、一部のマーケット・メーカーは、他のマーケット・メーカーが比較的小規模の数量について競争的な気配をつけることを抑制した。⁽¹²¹⁾ こうして気配慣行は、気配競争を制限し、気配やスプレッドを硬直化させた。その結果、実際には取引意欲のある気配の表示が抑制され、気配相場に市場の姿が正確に反映されず、投資家の取引費用は高くなった。

このような気配慣行がナスダック市場で広く遵守されていた背景には、価格の相互依存性が高く気配競争を制限す

る誘因が大きいこと、この慣行の違反の発見が容易であること、さらに、制裁の効果が高いこと、等の事情が存在した。⁽¹²⁴⁾そして、このような慣行は業界内で長期間にわたり広く根付いていたけれども、いやむしろそれゆえに、反トラスト法違反について調査した司法省は、この慣行が「どのように、そして、正確にいつ開始したのか」を明らかにできず、この慣行が「煙のたちこめる部屋で全てのマーケット・メーカーが集まり合意に達した明白な協定」に基づくものであるとの証拠は得られなかった。⁽¹²⁵⁾すなわち、反トラスト法違反のカルテルを立証する直接的証拠を見つけないことはできなかった。

(ロ) その他の問題

さらに、ナスダック市場におけるマーケット・メーカーの問題ある行動が三点明らかになった。⁽¹²⁶⁾まず、気配や取引、取引報告を顧客に開示することなく協調的に調整する慣行である。例えば、あるマーケット・メーカーが顧客との取引をより有利な価格で行えるようにするために、他のマーケット・メーカーは自己が取り引きする意図のない気配を表示し、組織的かつ人為的に取引価格を変動させた。このような協力は、市況の不正確な姿を作りだし、顧客や他の市場参加者の誤解を招き、しばしば顧客を犠牲にして、不当に価格に影響するものであり、場合によっては、取引所法やNASD規則の詐欺禁止規定違反にあたる可能性がある。⁽¹²⁷⁾

次に、私的情報 (Proprietary Information) の交換である。一部のマーケット・メーカーは、顧客に開示することなく顧客の注文に関する情報や、自己の在庫、取引戦略、予定気配に関する情報等の私的情報を互いに共有した。これらは、顧客や他の市場参加者の誤解を招き、顧客を不利にする方法での共謀である。例えば、顧客が複数のディーラーを競争させて最良執行 (市場で得られる最も有利な価格での注文の執行) を得ることは、顧客の身元の情報交換されれば妨げられる。また、顧客の取引情報 (時期・銘柄・数量) を得た他のマーケット・メーカーは、その情報に合わせ

て気配を調整して、取引を有利に行うことができる。この私的情報の交換は、気配・取引・取引報告の協調と総合すれば、マーケット・メーカーが自分達の活動を不適切に共謀・調整する傾向や文化、すなわち、顧客及び他の市場参加者の利益を無視して、互いを守りあう慣行を示している。

さらに、重要な規則違反である。例えば、一部のマーケット・メーカーは、特定の市場参加者を制裁する手段として、選択的かつ差別的に「確固たる気配規則」の遵守を頻繁に拒否した。このような行為は、反競争的であり、自由かつ開かれた市場の運営と矛盾し、市場参加者間の不公正な差別となる。また、多くのマーケット・メーカーは、自己又は相手方マーケット・メーカーの利益のために、取引の迅速かつ正確な報告を怠り、「取引報告規則」を厳格に遵守しなかった。なぜなら、取引報告を遅らせたり、虚偽の取引報告を行うことには、次のようなメリットがあったからである。例えば、取引の当事者は、その情報が市況に影響を与える前に有利に取引を行うことができ、また、顧客が同時期の他の取引と比べて注文執行の質を判断するのを防ぐことができる。その結果、ナスダックにより公表される取引の流れは不正確となり、市場参加者は市場の正確な姿を知ることが妨げられ、種々の規則がブローカー・ディーラーにより遵守されているかどうかを監視することも阻害されるため、規制上も大きな問題がある。

(3) 自主規制機関としてのNASDの問題

このような競争制限的慣行が横行しえた主な理由は、NASDが自主規制機関としての義務を適切に履行することを怠っていたからである。NASDは、自主規制機関として、取引所法（同法に基づくSEC規則を含む）⁽¹²⁸⁾及び自己の規則を遵守し、かつ、それらを会員が遵守するように強制する義務を負い、会員に対する規則の執行を積極的かつ公正な方法で行うことを要求される。さらに、NASDは、取引所法及び自己の規則の潜在的な違反だけでなく、ナス

ダック市場の競争性と完全性に悪影響を与える可能性のある行為についても、警戒を怠らずに監視・評価して対処する義務を負う。⁽¹²⁹⁾ところが、SEC調査により、NASDがその義務を適切に果たしていないことが明らかになった。すなわち、NASDは潜在的に規則違反でもあるマーケット・メーカーによる競争制限的慣行を知りながら適切に調査せず、マーケット・メーカーに適用される非常に重要な規則の執行を怠り、さらに、規則執行を含むNASDの運営において不公平な運用を行っていた。

(イ) 適切な措置の怠慢

NASDは、一九九〇年までには、いわゆる気配慣行やスプレッドの硬直性の証拠となる事実や状況を知っていたにもかかわらず、問題と正面から取り組むことを怠ってきた。⁽¹³⁰⁾例えば、一九八九年にNYSEは、NYSEよりもナスダック市場におけるスプレッドの方が広い（すなわち取引費用が高い）ことを理由に、ナスダックからNYSEへ市場を移すようにナスダック登録企業に勧誘の手紙を送付した。一九九〇年にNASDの取引委員会は、この手紙を気配慣行（及びその強制）やスプレッドの硬直性の証拠と共に議題に取り上げた。これらの事実、マーケット・メーカーが潜在的に取引所法又はNASD規則に違反していることを暗示しており、ナスダックの競争性や公平性に及ぼす影響は非常に大きいものであるから、NASDは違反の有無について迅速かつ熱心に調査すべきであった。ところが、NASDは、スプレッドが広ければ、NYSEとの間での上場獲得競争に不利であるという観点からしか問題を認識せず、この問題を、規制上の問題ではなく内部の問題であるとして、業界団体（Securities Traders Association of New York）に委ね、その後も調査を行わなかった。すなわち、その問題に熱心に取り組み現状を変える意欲の最も乏しい者の手に委ねたのである。

一九九二年には、気配慣行がNASD経営陣に広く知られるようになったが、潜在的な違反行為に関する調査は行

われなかった。NASDは、NYSEと比較して広いスプレッドを懸念し、過剰スプレッド禁止規則（*excess spread rule*）等の限られた措置を講じたが、これはNYSEの調査義務の適切な代替になりえないものであった。⁽¹³¹⁾ その後もNASDがこの問題に取り組むべき機会があったが、⁽¹³²⁾適切な対応はとられなかった。さらに、一九九四年のクリスティッシュ論文を契機とする、批判的な報道、私訴や政府の調査に直面したNASDは、事実関係の調査を真剣に行うべきであったが、同論文の主張を公然と否定し、その信憑性を攻撃するための経済調査を企画した。そして、同年五月二四日に、主要なマーケット・メーカーやNASD役員らが集まり、スプレッドを自発的に狭くすることを話し合い、その後ナスダックにおける硬直的であったスプレッドは、急激に狭くなった。⁽¹³³⁾

（ロ） 規制上の問題

NASDは、規則の制定・解釈、規則の執行、及び入会審査を公正に行わなければならないが、マーケット・メーカーの不当な影響力により、マーケット・メーカーに有利な方法で自主規制が行なわれていた。⁽¹³⁴⁾ なぜなら、マーケット・メーカーが、NASDの統治における伝統的に活発な役割を通じて、NASDの運営において相当な影響力を行使してきたことに加え、マーケット・メーカーの代表は、理事会の過半数だけでなく、NASDの統治、懲戒手続の運営、ナスダック市場の運営の中心的役割を担う委員会においても過半数を占めていたからである。他方、それ以外の他の証券業者や投資家等の構成員は、それほど組織化されておらず、理事会や委員会においてマーケット・メーカーに匹敵するような代表を有していなかった。

マーケット・メーカーによる不当な影響力行使の事例の背景として、小口注文自動執行システム（*Small Order Execution System: SOES*）を巡る対立について見ておく必要がある。SOESは、ナスダック株の小口注文が最小のスプレッドで（最高の買い気配又は最低の売り気配で）自動的に執行されるように、NASDが一九九一年に作ったシス

テムである。しかし、SOESの自動執行の特徴を利用して、市況の変化や、ニュース等に応じて気配を変更するのが遅いマーケット・メーカーを狙って注文を出す業者（「SOES活動家」・「SOES盗賊」等と呼ばれる）が現われ、マーケット・メーカーとの間で対立が大きくなっていた。

(i) 懲戒

NASDにおける規則違反に対する調査及び懲戒には不均衡が存在した。すなわち、マーケット・メーカーに適用される重要な規則の執行は、消極的であるのに対し、マーケット・メーカーと対立する一部の会員にのみ適用される規則の執行は、非常に積極的であった。

まず、マーケット・メーカーに適用される重要なNASD規則である「確定気配規則」、「取引報告規則」等の規則については熱心に執行されなかった。例えば、確定気配規則違反については、表示気配での取引執行を拒否された者が、苦情を書面で提出した場合にしか調査されず、その手続は数ヶ月にも及ぶことがあるほど非効率であった。さらに、違反が認定された場合でも、救済として表示気配での取引の執行が強制されることはなく、制裁も緩いものであった。非効率な手続や有効な救済手段の欠如のため、苦情を申し立てる意欲は著しく損なわれた。さらに、苦情が多く寄せられた時期に、NASDは適切な理由も無くその多くを却下した。このような規則の執行の怠慢は、気配慣行における制裁手段を可能にし、ひいては競争制限的慣行を促進した。さらに、マーケット・メーカーは表示気配での取引を拒否し表示気配を取り下げれば制裁を受けるが、規則上一定の例外的な場合にのみNASDから免責を受けることができる⁽¹³⁵⁾。しかし、実際には、厳格な調査無しに免責が認められていた。

さらに、「確定気配規則」及び「取引報告規則」の違反の監視は、市場の取引活動を跡付ける取引記録の不備により、極めて非効率なものであった⁽¹³⁶⁾。このため、取引報告規則違反の多くは発見されず、ナスダックの気配相場及び取

引情報の信頼性は損なわれた。

このような状況とは対照的に、SOESを積極的に利用して注文を出す業者（SOES業者）に適用される規則の違反については熱心に調査、懲戒がなされた。例えば、同規則違反の情報を集めるため、専用の電話ホットラインが設けられ、NASDの市場監視局によるSOES活動の監視が行われた。そして、同規則違反のおそれのある事例の調査は、NASDスタッフによる執行の優先事項とされ、SOES「徹底」検査を受けた業者もいる。このような熱意の背景には、マーケット・メーカーによる働きかけがあった。

(ii) 規則制定及び入会審査

次に、規則制定や入会審査手続においても、特に、SOESを巡ってマーケット・メーカーの不当な影響による問題が生じていた。SOES規則は何度か修正されたが、それは全てSOESを通じた取引能力を制限する内容であり、これらの案の出所は、マーケット・メーカーが支配する業界団体やNASDの取引委員会であった。マーケット・メーカーの不当な影響のために、NASDスタッフが、NASDの規制過程においてマーケット・メーカー以外のNASD構成員の利益を積極的に擁護することは、制度的に抑制されていた。⁽¹³⁷⁾

入会審査においても、入会審査に関するNASD規則が遵守されず、公正かつ一貫した運用もなされていなかった。例えば、NASD規則は、入会審査の期間は合理的な期間であることを定めているが、⁽¹³⁸⁾実際には、SOES活動を積極的にに行いそうな入会申請者については、綿密に調査する方針が採られ、その結果、申請が遅延することも少なくあった。また、SOESの使用を制限、抑制、又は禁止するために、入会審査過程に関するNASD規則と合致しない追加的な制限が加えられた。

(ハ) 目的の優先順位の問題

NASDが、組織としての目的の優先順位を誤解していたこともSECの調査により明らかになった。⁽¹³⁹⁾ NASDは、自主規制機関としての面と、取引所と活発な競争をしている市場としての二つの面を持つが、自主規制機関として、投資家及び公共の利益を第一の目的とすべきである。しかし、NASDはこの重要な区別を曖昧にしてきたかもしれない。例えば、上述したように、NASDはスプレッドの広さの問題に最初に直面した際に、自主規制機関としては投資家保護の観点から調査すべきであるが、NYSEとの競争だけを懸念した対応をとっている。このことは、(イ)でみた問題、すなわち、潜在的に規則違反でもある競争制限的慣行の証拠にもかかわらず、調査を怠ったことの原因である。さらに、NASDが、自主規制機関としての役割よりも、自己の社会的イメージの方を過度に重要視していたことは、クリスティー・シュルツ論文への対応において顕著であった。

(4) 自主規制機関としてのNASDの機能強化

本稿四(2)(3)で明らかとなったNASD及びナスダック市場の問題に対処するために、SECは、一九九六年にNASDに関する報告書を公表すると同時に、NASDに対し行政手続を開始し、NASDを戒告し、NASDと話し合い、統治(governance)及び規制における多くの改善措置を命じた。⁽¹⁴⁰⁾ この改善内容の多くは、すでに、NASDのロードマン委員会の勧告した内容を骨子とするものであった。

(イ) ロードマン委員会

NASD理事会は、一九九四年十一月に、元上院議員 Warren Rudman を委員長とする構造及び統治に関する特別委員会(ロードマン委員会)を設置した。この委員会の職務は、NASDの統治機構とNASDによるナスダック市場の監督について調査することであった。ただし、その調査範囲には、司法省やSECの調査の対象となった気配慣

行等の競争制限の問題は含まれていなかったことに注意しなければならない。ルードマン委員会が一九九五年九月に提出した報告書は、広範な争点を網羅しているが、主に次のような内容であった。⁽¹⁴¹⁾

第一に、NASDの統治構造については、「ナスダック市場の著しい成長と継続的な発展、及びそれに伴うNASDの規制責任の拡大に十分に対応できておらず、ブローカー・ディーラーの規制と、ナスダック市場の規制との区別を曖昧にしてきた」と結論付けた。そして、ナスダック市場とNASDの規制機能とを分離し、それぞれ別の子会社とその第一次的責任を委ねること、そして、NASD及びその子会社の理事会（又は取締役会）の構成は、公益代表を五〇%以上とし、⁽¹⁴²⁾かつ、各組織の構成員を公正に代表させるようにすること、を勧告した。

第二に、懲戒・執行の分野については「NASD懲戒手続における争いの度合い、複雑さ、及び重要性は、現在のNASDの懲戒制度が想定したものよりも高まっており、これらの展開に相応しい新しい手段が必要である」と結論付けた。そして、主に、専門の審問役員（hearing officer）制度の導入や、審問パネルと当事者の間での、一方当事者に偏った接触の禁止、NASD側が有する証拠への被審人のアクセスの改善（ディスカバリーの権利の拡大）等の勧告を行った。さらに、専門的スタッフがより積極的な役割をはたすべきであると勧告した。

第三に、批判的な内部監査部門（Internal Review）の不十分さを指摘し、オンブズマン機能⁽¹⁴³⁾を含め、その強化を勧告した。

NASDはルードマン勧告の大部分を受け入れ、会員の規制に関して第一次的責任を有するNASDR（NASD Regulation, Inc.）と、ナスダック市場の運営に関する第一次的責任を有するナスダック・ストック・マーケット社（Nasdaq Stock Market, Inc.）⁽¹⁴⁴⁾という二つの子会社を設置し、さらに、懲戒手続を司法手続や行政手続により近付ける改善や、執行・調査・市場規制担当スタッフの増員を決定した。⁽¹⁴⁵⁾

(ロ) SECの命じた改善措置

SECとの和解により、NASDが同意した主な改善措置は、次のように整理できよう。その多くは、すでに基本的に受け入れを決定していたルードマン委員会の勧告であり、それに競争制限的慣行の防止を直接の目的とする措置が加えられている。⁽¹⁴⁶⁾ NASDはこれらの措置に必要な資金として百万ドルの支出を約束した。

(i) 競争制限的慣行の防止を直接の目的とする措置

① マーケット・メーカー間で、気配・取引・取引報告を調整することは、違法であることを明確にし、かつ、他のマーケット・メーカー及び市場参加者の競争的行為に対する報復的行為を禁止する内容の規則又は規則解釈を提案する。

② 高い商業道徳と公正かつ衡平な取引原則の遵守を会員に命じるNASDの公正慣習規則三章一条の執行を、「本稿四(2)のような」競争制限的慣行をなくすことにより、マーケット・メーカーの競争性を高める観点から行う。

(ii) 競争制限的慣行の防止を直接の目的とするものではないが、特に重要な変化をもたらす措置

③ NASD並びに自主規制機能をもつ子会社の理事会(又は取締役会)及び重要な委員会⁽¹⁴⁷⁾の構成員の半数以上を「会員や業界の者から」独立した公益代表とする。

④ NASDRが、NASD会員の市場活動及びその他の自主規制事項の規制、監視、検査、及び懲戒について第一次的な責任を負うものとする。

⑤ 懲戒手続に、法的訓練を積んだ専門的な審問役員(適切な経験と訓練を積んだ弁護士)を参加させ、懲戒手続を主宰させる。

(iii) 監視や規制をより効率的かつ公平に行うためのその他の措置

⑥ NASD及びその子会社の規制スタッフを、NASD会員の商業上の利害関係から隔離し、十分な自治と独立を与える。

⑦ 入会等について、統一的な基準を作成し、一貫した適用を行う。

⑧ NASDの全ての側面を審査する、実質的かつ独立した内部監査部門をもつ。⁽¹⁴⁸⁾

⑨ 市場の迅速な再現、効果的な監視及び規則の執行を可能にするように取引記録保存(audit trail)システムを強化する。

⑩ 注文の取り扱いの監視及び検査を実質的に改善する。

⑪ 取引報告の信頼性を実質的に改善する。

⑫ 確定気配規則の執行能力を実質的に高める。

⑬ ナスダック市場におけるスプレッドを狭めることを抑制する要因を取り除く観点から、過大スプレッド禁止規則を見直す。

⑭ これらの事項の履行の審査・報告を行う、SECが承認する独立した顧問をおく。

(106) ナスダックは、ナスダック登録銘柄につき、マーケット・メーカーのつける気配(後述)を表示するコンピューターで繋がれた、店頭株式の気配自動表示システムである。厳密に言えば、現在は、NASDの子会社であるThe Nasdaq Stock Market, Inc. がその運営を行っている。

(107) それゆえ、議会やSECは店頭市場におけるマーケット・メーカーの規制の必要性は比較的低いと考えていた。See, Report Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934 Regarding the NASD and the NASDAQ Market, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶85824 (Aug. 8, 1996) [hereinafter cited as SEC Report], at 88296.

(108) See id. 同報告書に基づくNASDの問題の詳細として、清水葉子「NASDのNasdaq監督をめぐる問題について」証研レポート一五五一号五八頁以下参照。その後の取引方法に関するSECの対応については、同「オーダー・ハンドリン

グ・ルールと私設取引システム」同一五五三号四七頁以下、行澤一人「証券手数料の自由化と証券市場改革」[下] 旬刊商事法務一四五〇号三〇頁以下参照。

(109) ただし、NYSEには、銘柄毎に独占的なスペシャリストと呼ばれるディーラーがあり、一定の場合に自己売買により流通性を維持する義務が課されている。

(110) 取引所法一五A条(b)項11号。

(111) Exchange Act Rule 11 A c1-1; NASD Manual, Schedule D to the By-Laws, Part V, §2(d).

(112) 取引報告が取引執行から90秒よりも遅れる場合はそのことを現わす方法で報告することが要求される。Exchange Act Rule 11 Aa3-1; NASD Manual, Schedule D to the By-Laws, Part X, §2 (d).

(113) 取引所法六条(b)項5号、一五条(b)項6号。

(114) SEC Report, *supra* note 107, at 88299. 気配は実際の取引価格に常に一致するものではないが、取引価格に大きな影響を及ぼすため、価格競争と表現できる。

(115) Christie & Shultz, *Why Do NASDAQ Market Makers Avoid Odd-Even Quotes?*, 49 J. Fin. 1813 (1994). 同論文を紹介するものとして、「海外市場ニュース」証券一九九五年三月号六四頁以下参照。

(116) *In re Nasdaq Market-Makers Antitrust Litigation*, 169 F.R.D. 493 (1996); 1996-2 Trade Cas. (CCH) ¶71643. なお、この訴訟は和解に終わった。

(117) 司法省の審査は、反トラスト法違反に関するものである。United States v. Alex. Brown & Sons, Inc., Stipulation and Order and Competitive Impact Statement, 61 Fed. Reg. 40433 (Aug. 2, 1996) [hereinafter cited as DOJ Statement]. 他方、SECによる調査は、ナスダック市場及びNASDAQに関する広範なものである。See SEC Report, *supra* note at 107.

(118) United States v. Alex. Brown & Sons, Inc., 963 F. Supp. 235 (S.D.N.Y. 1997). 同判決については、拙稿「米国株式店頭市場(ナスダック)における証券業者(マーケット・メーカー)による表示気配(呼値)の共謀疑惑と同意判決」公正取引五七〇号八三頁(一九九八年)以下参照。

(119) See SEC Report, *supra* note 107, at 88299-304; DOJ Statement, *supra* note 117, at 40441-447.

(120) ルールの具体的内容は、ある銘柄についての自己のスプレッド(ディーラー・スプレッド)が、 $3/8$ ドル以上の場合には、偶数の気配しかつかないというものである。このルールではディーラー・スプレッドを $3/8$ ドル未満、すなわち $1/8$ ドル又は $1/4$ ドルにすれば、奇数気配を用いることができるが、ディーラー・スプレッドが小さければ、急激な市場の変化などの不測の事態に、気配の変更が間に合わずに損害を被る危険性が高くなるため、あえてディーラー・スプレッドを狭めようとする誘因は少ない。

(121) NASD規則上マーケット・メーカーが自己の表示する気配で取引する義務を負うのは、通常、自己の表示する気配株数もしくは千株のどちらが多い方である。すなわち、最低千株の取引に応じればよい。これに対し、市場での最良気配(最高の買い気配又は最低の売り気配)を改善するような気配をつける場合には、二千から五千の数量の取引に応じる義務を課す慣行が存在した。これを遵守しないマーケット・メーカーに対しては同様に嫌がらせ等の圧力が加えられた。このような規模の慣行により、最良気配を改善する競争は制限された。

(122) なぜなら、顧客の注文を受けるディーラーは、最良執行義務(顧客の注文について市場で得られる最良の価格で執行する)を負い、最良気配で執行すればこの義務を満たすと解されているので、ディーラーから注文の回送を受けようとするマーケット・メーカーは、たとえ自己の表示気配が、最良気配でなくても、実際には最良気配で取引を執行する。このため、マーケット・メーカーは最良気配、すなわち、他のマーケット・メーカーの気配に非常に高い利害関係を有し、気配競争を制限し、スプレッドを広く維持する高い誘因を持つ。

(123) ディーラー市場では、マーケット・メーカーは互いに競争相手であると同時に取引相手でもあり、また、情報のネットワークから外されると、自己のポジションで予期せぬ損害を被る危険を負うからである。

(124) さらに、マーケット・メーカーには、私設取引システム(Proprietary Trading System: PTS)であるインステイネットという代替的競争手段が存在した。これは、一般の個人投資家は参加しない匿名のシステムであり、そこでの気配は、最良執行義務、すなわち一般公衆との取引価格に影響しないと考えられた。

(125) See DOJ Statement, *supra* note 117, at 40441.

(126) See SEC Report, *supra* note 107, at 88304-308, 88334-343.

- (127) 取引所法一〇条(b)項、一五条(c)項、SEC規則一〇b-5、一五c-1、NASD公正慣習規則三章一条。
- (128) 取引所法一九条(g)項。
- (129) See SEC Report, *supra* note 107, at 88308.
- (130) *Id.* at 88308-310, 88330-334.
- (131) 過剰スプレッド禁止規則は、ある銘柄のディーラー・スプレッドは、当該銘柄におけるディーラー・スプレッドのうち、最小の三つの平均値の一二五%以内でなければならない、とするものである。この規則は、ディーラー・スプレッドの大きさは制限するものの、価格の硬直性の問題や、価格の硬直性がスプレッドに及ぼす影響については、取り組むものではない。さらに、この規則は、ディーラー・スプレッドを狭めるような競争を制限する誘因を高める効果があると考えられる。
- (132) この問題に関する一部のマスコミ報道がなされたり、機関投資家に関する調査で、マーケット・メーカー間の共謀の可能性を懸念していることが明らかになった。
- (133) See SEC Report, *supra* note 107, at 88326.
- (134) *Id.* at 88310-314, 88347-361.
- (135) NASD Manual, Schedule D to the By-Laws, Part V, §8. (j)の規則は「Excused Withdrawal Rules」と呼ばれる。
- (136) 例えば、最も基本的資料である注文書は、入手不可能であったり、注文を再現するには不便であることが多く、手動による時刻の刻印の信頼性は低く、さらに、電話注文に関する書類は不適切であった。
- (137) See SEC Report *supra* note 107 at 88313.
- (138) NASD Manual, Schedule C to the By-Laws, Part V, §8. 取引所法一五A(b)項8号。
- (139) See SEC Report, *supra* note 107 at 88314.
- (140) Exchange Act Release No. 37538, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶85825 (Aug. 8, 1996).
- (141) See Executive Summary of the Report of the NASD Select Committee on Structure and Governance to the NASD Board of Governors [hereinafter cited as Rudman Report], at 22-27 (1995); NASD Notices to Members Number 95-84.
- (142) 重要な委員会については、公益代表の具体的割合は明示していないが、それぞれの職務に相応しい、強力な公益代表を置

くことを勧告した。

(143) すなわち通常の情報経路から外れた懸念や苦情の受付・検討・調査を行い、苦情解決のために運営部局との連絡を担当する。

(144) これは厳密には、既存の組織に、権限を与え、独立性を高め、理事会の構成を変更したものである。

(145) ルードマン委員会勧告後のNASDの対応について、*See, e.g., NASD Notices to Members Number 95-102; SEC Report, supra note 107, at 88295.*

(146) SECが一連の問題に対処するために、NASDへの措置命令以外に採った措置については、前掲・清水（注108）行澤（同）参照。

(147) 全国指名委員会、取引・市場の質に関する委員会、仲裁委員会、市場監視委員会、全国業務行為委員会、経営報酬委員会、及びそれらの後継組織。

(148) 内部監査スタッフは、規制機能、懲戒過程、及びNASD市場及びそのシステムを含む全ての側面を審査し、NASD理事会の監査委員会に直接報告を行う。

五 分 析

本稿のテーマは、自主規制機関による不当な競争制限をいかに防止するかである。四章で取り上げたNASDの事例から、次のことが明らかになった。まず、不当な競争制限を防止するために、法的枠組みが用意されていたにもかかわらず、その枠組みは十分に機能していなかった。そして、自主規制の①熱心に行われにくい、②参加業者、特にその一部の利益が重視され、公益が反映されにくい、という短所の手当てが十分にされておらず、それらが③競争制限に利用されやすいという短所と共に、不当な競争制限を助長した。すなわち、自主規制の三つの短所は、具体的には以下のように相互に密接に絡み合っていた。

第一に、①熱心に行われにくい、すなわち、手心が加えられがちであるという短所は、マーケット・メーカーに適用される規則の執行において顕著であった。気配慣行は、競争政策上大きな問題であったが、反トラスト法により直接取り締まることは立証の問題で困難であった。しかし、この慣行の主な強制手段である取引拒絶は、「確定気配規則」違反であり、NASDが取り締まるべき行為であった。すなわち、NASDの規制の怠慢が、競争制限的慣行を助長したのである。第二に、②参加業者、特にその一部の利益が重視され、公益が反映されにくいという短所は、実際上、マーケット・メーカーの利益の重視という形で現れ、このような競争制限が放置された根本的要因といえる。なぜなら、競争的市場を維持することは公益に合致するものであり、そもそも公益が業界の利益よりも重視されていれば、競争制限的慣行は放置されなかったはずである。第三に、③競争制限に利用されやすいという短所については、自主規制機関が行う、入会審査、規則制定、規則の執行（調査・懲戒）の全ての分野において、実際に見られた。以上からいえることは、不当な競争制限を防止するという目的は、③競争制限に利用されやすいという短所だけでなく、①熱心に行われにくい、②参加業者、特にその一部の利益が重視され、公益が反映されにくい、という短所に対する手当てを抜きにしては、十分に実現されえないということである。そのような観点から、今回のNASDに関する改善措置の中から、不当な競争制限の防止を直接、唯一の目的とするものではないが、その防止において特に重要な「統治構造」と「懲戒手続」に関するものについて検討を行う。

(1) 統治構造 (governance structure)

統治構造に関して、まず、NASDの規制機能とナスダック市場運営機能との分離の問題を、次に、公益理事の増員を中心とする理事会構成について検討する。

（イ） NASDの二つの機能と自主規制機関としての限界

NASDは、自主規制機関として、投資家及び公共の利益を最優先の目的とすることを要求される。ところが、NASDには、会員及びナスダック市場の第一次的な規制者としての機能のほかに、ナスダック市場を所有・運営するという機能を有する。この二つの機能を明確に区別し、両方の機能を適切に果たすことは困難である。

第一に、自主規制機関が市場を有することから生じる一般的な困難について、Karnel教授は概略次のように述べている。自主規制機関は、市場の所有・運営者として、会員に対し経済的サービスを提供し、これが、多くのブローカー・ディーラーが入会する誘因となり、各種の規制活動を支える費用をもたらす。そもそも、自主規制は会員の一定の基本的ニーズを満たさなければ存続しえないが、会員の利益に敏感でなければならぬということは、自主規制機関の規制機能を抑制してしまう。⁽¹⁴⁹⁾さらに、NASDは、市場の所有・運営者として、同じ証券市場であるNYSEとの市場間競争にさらされている。この競争の懸念が、規制者としての機能を曇らせていたことは、NASDがスプレッド問題に直面した際の対応に現われていた（本稿四(3)(ハ)参照）。

しかし、これはNYSE等の自主規制機関に共通する利益相反であり、規制機能と市場機能を同時に有することにより、市場機能で有する専門知識を規制機能に活かすという自主規制の利点も生まれる。

第二に、自主規制機関の中でNASDのみが直面する困難について、ルードマン委員会は強調している。まず、会員の規制という自主規制機関としてのNASDの義務は、その会員の多さと多様性のため、NYSEの場合よりもはるかに困難である。なぜなら、取引所の会員は、取引所で取り引きする業者であるという性質上、数も限られ比較的同質である。これに対し、NASDの場合、取引所法が一般公衆と取引を行うブローカー・ディーラーであれば、たとえ株式以外の国債等を扱う業者であっても、NASDに入会することを義務づけているため、⁽¹⁵⁰⁾その会員は主要な取

引所の約十倍（約五四〇〇）であり、かつ全米に分布し、その営業規模・営業種類も様々である。

さらに、NASDの会員の多様性は、規制機能と市場機能の両立をさらに困難なものとしている。取引所会員が取引所市場に関し利害関係を共有しているのに対し、NASD会員には、ナスダック市場に対して利害関係を有しない者、ナスダック市場と競合する取引システムを所有するためナスダック市場に対して敵対的な利害関係を有する者、ナスダック市場を利用する者が混在する。ゆえにNASDが市場機能を果たす際の会員間の意見調整は難しい。

これらの困難のために、ルードマン委員会は、NASDの規制機能と市場機能とを別の子会社に委ね、それぞれの理事会の構成については、公益代表と業界代表を同数とし、それぞれの組織の構成員の利害関係を反映するように勧告した。具体的に勧告された業界理事の構成は、規制機能を果たすNASDRの場合は地区組織から選ばれた会員の代表「地区理事（後述）」を主体とし、市場機能を果たすナスダック・ストック・マーケット社の場合はマーケット・メーカーとマーケット・メーカー以外を同数とするものである⁽¹⁵⁾。

ゆえに、NASDが、規制機能と市場機能とを分離しそれぞれ別の子会社に委ねるが、両者を完全に分離してしまうのではなく、NASDが全体を最終的に統括する方式を導入したことは、自主規制の限界、すなわち二つの機能の両立の困難さに対する、自主規制機構の枠組みを維持しつつの対処であるとともに、NASD独自の事情が大きく影響していることに注意しなければならない。

（ロ） 理事会の構成

理事会はNASDの最終的統治機関であるため、その構成はNASDの運営において重要な意味を持つ。理事会の構成に求められることは、店頭市場（特にナスダック市場）の著しい発展、及びそれに伴うNASDの自主規制機関として期待される役割の増大と共に高度化し、その内容は「会員間の公正な代表」から、「公益代表の参加・増員」へ

の高度化であったといえよう。

会員間の公正な代表は、「自主」規制の本質として要求されるものであり、多様な代表が存在すれば、NASDは、規則制定、規制、懲戒手続、及び運用を含む全てのNASDの活動において、全ての規制対象者が公平に取り扱われることの重要性さに気付くと考えられる。公益代表が存在し、かつその数が増えれば、NASDは自由で開かれた競争的な市場に対して投資家及び公共が有する利益について理解を深め、NASDの政策に対する公衆の信頼性を高めると考えられる。⁽¹⁵²⁾

(i) NASD理事会構成の変遷

一九六三年のSEC証券市場特別調査報告書によると、当時のNASDの状況は次のようであった。理事会の構成員二一名は全員NASDの一三の地区組織から選出された（地区理事）。当時の取引所法上、自主規制機関（取引所及び証券業協会）の理事会の構成に要求されたのは、「会員を公正に代表せしめる」ことであつた。⁽¹⁵³⁾ このような「民主的組織の原則」は、業界の少数者による圧制の危惧から生まれたものであり、会員を「公正に代表せしめる」とは、地理的要素、営業規模、営業種類の考慮を求めるものであると考えられた。しかし、実際には、地理的要素以外の営業規模、営業種類の考慮に欠けており、理事会を大規模業者が支配していた。その理由は、そもそも小規模業者にはNASD業務に人員を割く余力がなく、さらに、各地区組織が選出できる理事は通常一名であつたため、おのずから有名な大規模業者が選出されやすいという構造的なものであつた。⁽¹⁵⁴⁾ それゆえSECは、NASD理事会の構成について、店の規模、種類から見てよりより配分を実現する方法を検討するように勧告している。⁽¹⁵⁵⁾

NASDの責任は取引所法により拡大され、規制すべき会員が拡大し、⁽¹⁵⁶⁾ それに伴い公益を反映する必要性が高まつた。それゆえ、取引所法は一九七五年改正により、自主規制機関の理事会の構成について、公益を反映するため、い

わゆる公益理事を要求し始めた。すなわち、理事の選出につき「会員を公正に代表せしめる」ことに加えて、会員や業界の者と提携関係にない、発行会社及び投資家の代表をそれぞれ最低一名要求している。⁽¹⁵⁷⁾

NASDの任務は、当初、会員の規制だけであったが、一九七一年のナスダック開始以後、ナスダック市場を所有し監督する任務をも負うようになった。その後ナスダック市場はNYSEに次ぐ全米二位の市場へと大きく成長したため、NASDが公益を反映する必要性はさらに高まった。このためNASDは一九九〇年に、理事会の構成に関する規則変更を行った。⁽¹⁵⁸⁾ それ以前の理事会は、理事長と二名の地区理事、理事会がNASD全体から選出する九名の全体選出理事(governor-at-large)から構成された。変更の内容は、地区理事を一一一五名に減らし、全体選出理事を一一一三名に増やすものであった。全体選出理事の内訳としては、投資家及び発行会社の代表がそれぞれ一名から三名に増員され、⁽¹⁵⁹⁾ 投資会社及び保険会社の代表がそれぞれ最低一名、⁽¹⁶⁰⁾ 会員の代表が最低三名とされた。このように、会員や業界の者と提携関係にない公益理事が増員され、さらに、会員間のより公正な代表を可能にする工夫がなされた。しかし、地区理事が理事会の過半数を必ず占めるように定められており、理事会における公益理事の割合は約二％(一九九〇年から一九九五年の平均)にすぎなかった。⁽¹⁶¹⁾

しかし、一九九〇年から一九九四年の間にナスダック市場はさらに飛躍的に成長し、⁽¹⁶²⁾ それゆえ公益反映の必要性及び要請がさらに高まったことが、今回のルドマン委員会の勧告の背景となった。今回のNASDに関する改善措置は、このような理事会構成の変遷が不十分であったことを示している。SECの命じた措置は、公益代表をNASD及びその子会社の理事会の構成員の半数以上とするものである。さらに理事会だけでなく、重要な委員会についても、構成員の半数を業界以外の公益代表とするものである。公益代表の増員に加えて、ルドマン委員会は、理事会や委員会において、特に小規模業者の代表が少ないことを指摘し「マーケット・メーカー以外の」構成員をより公正に代

表させることを勧告している。このことは、NASDにおける委員会の力を考えれば、実質的な意味を持つ。なぜなら、理事を一名以上含む委員会には、理事会が有する権限を委任することができ、實際上、NASDの運営において委員会は大きな役割を果たしているからである。

(ii) NYSE理事会構成の変遷

自主規制機関の理事会等の統治機関の構成の問題は、特にNYSEに関して早くから問題になり、会員間のより公正な代表、公益の反映の観点から整備されてきた。その変遷は、一九六三年のSEC証券市場特別調査報告書によると、概略以下のものであった。⁽¹⁵⁹⁾

一九三四年取引所法の制定時に国会は、取引所は公共的機関として運営されるべきであり、会員の利益を目的とする私的クラブとして運営されるべきではないと考え、SECに対して、会員の区分、会員関係を公正に代表せしめるような役員、委員会の選挙方式を含む取引所規則の調査を命じた。⁽¹⁶⁴⁾翌年、SECは取引所規則について、いくつかの変更を自発的に行うように勧告した。いわゆる理事会（当時は「管理委員会」）の構成については、「一般顧客と直接に取り引きする手数料ブローカーの代表を増やすべきである」と勧告した。⁽¹⁶⁵⁾それは、会員間のより公正な代表の実現だけでなく、一般公衆と直接取り引きする業者であれば、一般公衆の利益により敏感であり、公益が反映されやすくなるとの期待からであった。さらに、NYSEが任命したConway委員会は、一九三八年に行ったNYSEの運営方式に関する勧告の中で、理事会の構成について、一般顧客の代表を加えること及び多様な会員の代表を実現すること等を示唆した。

一九六〇年頃のNYSEの理事会は、すでに理事長と二八名の会員理事の他に、三名の公益理事を有していた。その公益理事は、概ね、発行会社関係者や教育者の中から選ばれていた。さらに、会員理事は、会員の住居や主たる営

業所の場所、正会員と副会員、業務の内容等の違いを考慮し、多様な構成となる一定の工夫がなされていた。しかし、SECは、一部の会員（スペシャリスト）の代表が不当に多いことを指摘し、一般公衆と直接取り引きすることの多い業者の代表等の増加を勧告している。⁽¹⁶⁶⁾そして現在のNYSE理事会には、会員理事と公益理事とが同数（一二名ずつ）含まれている。⁽¹⁶⁷⁾

(iii) 小括

以上から、自主規制機関が本来期待されるように、公益の観点から十分に機能し、競争的な市場が実現するには、その運営に公益代表が単に名目上参加するだけでなく、実質的に参加することが重要であるといえよう。しかし、ルードマン勧告のように、理事会において公益代表を過半数にまで増加すれば、もはや「自主」規制とは言えないのではないかとの疑問も生じる。これに対し、ルードマン委員会は、「NASD会員がNASDの運営において公正に代表され、かつその専門知識や見方を発揮する機会を有する」ことに変わりないため、自主規制の概念と矛盾しないとする。⁽¹⁶⁸⁾

このルードマン委員会の意見の是非は別として、これまでの理事会構成の変遷から少なくとも次のことがいえよう。自主規制機関として、公益を十分に反映することが要求されるが、そのことを会員理事だけで実現することは難しく、公益理事が名目的な数のみ存在しても、十分な公益の反映は困難であった。ゆえに、市場の成長と共にその第一次的規制責任を担う自主規制機関の公益性が高まり、それに応じて公益理事が増員されてきたのである。なお、委員会レベルにまで、実質的な数の公益代表をおけば、当然のことながら懲戒、入会審査、規則の制定等における問題の実質的な改善に大きく役立つであろうが、公益代表として適切な見識をもつ適格者が確保しえることが前提となる。

(2) 懲戒手続

NASDの懲戒手続の核は会員の参加と同業者による審査（peer review）である。NASDの懲戒手続に関する法的枠組みはすでにみたので（本稿二(1)参照）、次にNASD内部における懲戒手続を概観しておく。⁽¹⁶⁹⁾

通常、地区委員会（当該地区の会員の代表であり、地区業務行為委員会を兼任する）から選ばれた業界のボランティア三名からなる審問パネルが、NASDスタッフが取引所法又はNASD規則違反として責任追求（いわば訴追）する事案において、会員の行為を判断する。審問パネルの判断に基づく地区委員会の決定は、全国業務行為委員会の審査に服する。全国業務行為委員会の決定をさらに理事会が審査するのは稀なことである。

(イ) 自主規制機関による懲戒を巡る議論

自主規制機関による懲戒すなわち自主規制の特徴は、同業者が同業者を裁くことにあり、その有益性は、同業者である会員が専門化した業務上の専門知識を複雑な業界の規制に適用でき、商業道德などの倫理面の規制に適した柔軟な運用が期待できることにある。しかし、自主規制機関による懲戒は、その経済的効果が高いほど、不当に競争制限的なものとなる危険性も高く、潜在的に反トラスト法違反の問題を抱える。このため、シルバー判決が明らかにしたように、懲戒手続については、正当手続と反トラスト的観点からの政府による監督が必要とされる（本稿三(2)参照）。

さらに、私的団体が懲戒権限等の特別な権限を認められる場合は、政府に準ずるオーラを有するようになり、政府権限の不適切な委任ではないか等の憲法上の懸念が生じる。⁽¹⁷⁰⁾しかし、自主規制機関への懲戒等の委任が違憲であると主張を、裁判所はこれまで認めておらず、⁽¹⁷¹⁾政府権限の委任として不当かどうかよりむしろ、規制の枠組みがその濫用から会員を適切に保護するものであるかが問題とされている。⁽¹⁷²⁾そして、政府権限の委任の問題は、自主規制機関の懲戒に服する者に正当手続による保護を与える必要性と密接な関係にある。⁽¹⁷³⁾それゆえ、自主規制機関の懲戒手

続については、一九七五年の取引所法改正により、正当手続の整備と反トラスト機能を果たすSECによる監督という法的枠組みが整備された。

(ロ) 自主規制機関の懲戒手続に対する評価

(i) 裁判所による評価

そして、裁判所は、現在のような法的枠組みには、濫用の可能性に対して詳細な抑制措置が存在し、正当手続を確保するための十分な保護策があると評価してきた。⁽¹⁷⁴⁾

第一に、その結果、裁判所は自主規制機関の懲戒手続を行政機関によるものと同様に尊重し、本来、行政手続への早計な司法介入を防ぎ、自己の誤りを正す機会を行政機関に与えるための「行政的救済の使い尽くし」ドクトリンを自主規制機関の懲戒手続にも適用してきた。⁽¹⁷⁵⁾ 第二に、オースティン事件控訴裁判決では、NASDの懲戒委員の民事責任について、裁判官、検察官、大統領、準司法的機能を果たす行政機関の職員等にしか認められてない「絶対的免責」が認められた。⁽¹⁷⁶⁾ これにより、その職務の範囲内の行為であれば、行為者の意図にかかわらず、損害賠償責任を免責される。第三に、NASD等の自主規制機関の行為に対しては、反トラスト法の適用除外を認める明文規定が取引所に存在しないため、反トラスト法の黙示的適用除外を認めるかどうかが問題となる。シルバー判決では、NYSEにおける一種の懲戒における手続上の欠陥及び自主規制機関に対する政府監督における反トラスト機能の欠如を理由に、これを認めなかった。しかし、オースティン判決では、現在の法的枠組みにおけるNASDの懲戒において、これを認めている。

(ii) その他の評価

このように、一九七五年の取引所法改正以後の、NASDの懲戒手続は、裁判所により高く評価されてきた。しか

し、そのようなNASDの懲戒手続に対する批判もある。

例えば、Lowen教授は、NASDの懲戒手続における不公平、特に、いわば訴追側のNASDスタッフと被審人との間の不公平を指摘している。その主なものとして、まず、NASDのいわば訴追スタッフ（弁護士スタッフ）が、審問パネルによる証拠の許容性の判断に影響を与え、審問パネルが作成する決定書面の草案を作成するなど、審問パネルとの間で一方当事者のみに偏った接触をしている。さらに、被審人にはスタッフ側のもつ証拠へのアクセスが非常に限られている。そして、改善策として、証拠手続等を司法手続や行政手続のように整備することや、審問パネルへの法的訓練を積んだ独立の審問運営者（hearing administrator）の導入を提唱する⁽¹⁷⁷⁾。さらに、NASDの懲戒は、特に取引所法違反に対する場合は、国家行為に該当するので、それに準じた手続を定めるべきであるという主張もある⁽¹⁷⁸⁾。

しかし、NASDの手続を、公平・公正の観点から、裁判制度に限りなく近付けることに対しては、法律に不慣れた業界メンバーにはそのような制度を十分に使いこなせない、自主規制の長所である柔軟な経済人の判断が活かせる⁽¹⁷⁹⁾、等の反対意見も存在する。

（ハ）専門の審問役員制度

今回の改善措置である専門の審問役員制度（すなわち法律の専門家を審問パネルに参加させ、これを主宰させること）の目的は、懲戒手続をより公平にすることであるが、SECは、その効用を具体的に次のように説明している。自主規制であり、しばしば競争者である同業者が判断を行う限り、私情を完全に取り除くことは不可能である。しかし、審問を主宰し、かつ従来NASDスタッフ主導で行われていた証拠の許容性等の手続上の判断を行う者が、専門の審問役人になれば、被審者に対する競争者による否定的な先入観や感情が審問に及ぼす影響は、軽減される。しかし、懲戒手続において同業者の専門知識や経験を活かすという本来の自主規制の長所は持続される。なぜなら、通常三名の

審問パネルのうち残り二名、すなわち過半数を業界メンバーが占め続けるからである。さらに、専門の審問役員が、複雑な手続上の問題を担当することにより、業界メンバーは、本来期待される役割に集中できると期待される⁽¹⁸⁰⁾。

すなわち、自主規制機関による懲戒手続においては、専門知識をもつ同業者による柔軟な判断という長所と、公正さをいかに均衡させるかが問題である。審問パネルの構成をこれを主宰する専門の審問役員と業界メンバー二名とする今回の改善措置は、一つの均衡方法を示唆しているといえよう。

(149) Karmel, *supra* note 7, at 1303.

(150) 一九八三年に議会は、実質的に全てのブローカー・ディーラーがNASD会員となることを要求した。

(151) Rudman Report, *supra* note 141, at Exhibit D.

(152) See, e.g., *id.*, at 5, 12; SEC report *supra* note 107, at 88315.

(153) 取引所法旧六条(b)項(5)号。一五A条(b)項(5)号(一九六四年の改正により同(6)号)。

(154) SEC報告書邦訳刊行会『SEC証券市場特別調査報告書(七)』二二一六、一四九一五〇、一五四頁参照。

(155) 同一六〇頁参照。

(156) Rudman Report, *supra* note 141, at 6.

(157) 取引所法一五A(b)項(5)号。

(158) See, e.g., Exchange Act Release No. 34-28406 (Sep. 4, 1990) (available on Lexis).

(159) 投資家代表の三名全員と発行会社代表のうち最低一名は、会員及びブローカー・ディーラーから独立していることが条件である。

(160) 従来も、投資会社及び保険会社の代表がそれぞれ一名の定員を与えられていたが、従来との違いは、その対象が会員と提携関係にある者等にも拡大されたことである。

(161) Rudman Report, *supra* note 141, at 12.

- (163) SEC報告書邦訳刊行会『SEC証券市場特別調査報告書(五)』(昭和三九年)一一一八頁参照。
- (164) 取引所法旧一九条(6)項
- (165) NYSEの統治構造の変更については、SECとNYSEの間で長期に亘り折衝が行われてきた。
- (166) SEC報告書邦訳刊行会・前掲書(注159)一三九—一四一、一四九頁参照。
- (167) NYSE定款五章一条。
- (168) See NASD Notices to Members Number 95-84.
- (169) NASDの懲戒手続の詳細については、see Pickard and Djunis, *NASD Disciplinary Proceedings: practice and Procedure*, 37 BUS. LAW. 791 (1982) 同手続の最近の変化については、see Callery and Wright, *NASD Disciplinary Proceedings: Recent Developments*, 48 BUS. LAW. 791 (1993).
- (170) See, e.g., Karmel, *supra* note 7, at 1307; Page, *Self-Regulation: the Constitutional Dimension*, 49 MOD. L. REV. 141 (1986).
- (171) E.g., *First Jersey Securities, Inc. v. Bergen*, 605 F.2d 690 (3d Cir 1979), *cert. denied*, 444 U.S. 1074 (1980).
- (172) 例えば、後述のオースティン判決。
- (173) See, e.g., Karmel, *supra* note 7, at 1309.
- (174) NASDの懲戒手続に対する判例の展開については、See Callery and Wright, *Supra* note 169, at 832-840.
- (175) E.g., *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. NASD*, 616 F.2d 1356 (5th Cir. 1980).
- (176) *Austin Municipal Securities Inc. v. National Association of Securities Dealers, Inc.*, 757 F. 2d 676 (5th Cir. 1985). 同判決については、拙稿「全国証券業協会の懲戒委員の民事責任」商事法務一三六二号二六頁以下(なお、「全国証券業協会」は、本稿では「全米証券業会」の訳語を与えているNASDを指す)参照。
- (177) Lowenfels, *A Lack of Fair Procedures in the Administrative Process: Disciplinary Proceedings at the Stock Exchange and the NASD*, 64 CORNELL L. REV. 375 (1979). 同論文にならば「又論文」について、see also, Poser, *Reply to Lowenfels*, 64 CORNELL L. REV. 402 (1979).
- (178) See Stone and Perino, *Not Just a Private Club: Self Regulatory Organization as State Actors When Enforcing Federal Law*,

1995 COLUM. BUS. L. REV. 453.

(179) See, e.g., Callery and Wright, *supra* note 169, at 840.

(180) See, SEC Report, *supra* note 107, at 88315.

六 結びにかえて—日本法への示唆—

自主規制の短所、特に、①競争制限に利用されやすい、②熱心に行われにくい、③参加業者、特にその一部の利益が重視され、公益が反映されにくい、は根深い問題であることが、米国のNASDの最近の問題を通じて明らかになった。すなわち、不当な競争制限を防止する法的枠組みが整えられ、自主規制機関の機能が強化されてきた米国においても、不当な競争制限を十分に防止することはできなかった。そして、すでに政府による監督の整備がなされた次の段階として、自主規制機関の統治構造における公益代表の拡大や、懲戒手続のさらなる改善が行われた。

ひるがえって、我が国の自主規制について考えてみる。日本の証券取引法は米国の取引所法を母法としているが、自主規制の短所である不当な競争制限を正面から防止するための規定は、その母法とは異なり法的枠組みに組み込まれていない。しかし、そもそも日本においては、自主規制機関による不当な競争制限が問題になる以前の段階だったといえよう。なぜなら、第一に、自主規制機関による不当な競争制限は、自主規制機関が強い権限を有し、自主規制を行っていることが前提であり、かつ、その運用が不平等であったり、濫用されている場合に大きな問題となる。ところが、日本においては、従来、政府による規制が中心で自主規制が本来の機能を果たしていなかった。また、自主規制機関のうち証券業協会には、会員に対する懲戒の義務が定められておらず、平成四年の証券取引法改正によりこのような規定が設けられた⁽¹⁸¹⁾。第二に、証券・金融業界ではこれまで自由に競争できる範囲が制限されていた(本稿一

参照）。特に、株式売買委託手数料は、取引所がこれを規定することが認められていた。⁽¹⁸²⁾ さらに、取引所の市場集中義務のため、NYSEとナスダック市場の間に存在するような市場間競争は、ほとんど存在しない状況にあった。

しかし、これら二つの理由は現在変化しつつある。第一の点について、平成三年のいわゆる証券不祥事を契機に、自主規制がそもそも機能していなかったこと、すなわち、自主規制の短所のうち①その規制が熱心に行われにくく、②公益が十分に反映されにくいことが注目された。そしてようやく、平成四年の証券取引法の改正により自主規制機能及び政府（大蔵省）による監督が強化された。⁽¹⁸³⁾ そして証券取引所も、取引所運営への公益の反映（公益理事及び公益委員の増員）、会員規律の強化、売買審査機能の強化のため具体的対策を講じはじめた。⁽¹⁸⁴⁾

第二の点については、証券市場についても、金融ビッグバンが進み、株式売買委託手数料の自由化だけでなく、市場集中義務を見直し市場間競争の導入の方向で審議されている。⁽¹⁸⁵⁾ すなわち、この分野において自由な競争が期待される範囲が拡大し、それゆえ、不当な競争制限を防止する必要性が高くなってきている。

日本で証券不祥事後に採られた対策の多くは、基本的には、米国における自主規制機関に対する規制の方向と轍を同じにするものである。基本的に自主規制の短所は共通であるため、これは当然のことといえよう。まず最初に求められるのが、①熱心に行われにくい、すなわち実際に機能しにくいという短所への対処であり、政府による監督の充実が基本となる。

次に、②公益が反映されにくいという短所への対処は、公益の反映であり、政府による監督及び公益代表の自主規制機関の運営への参加（及びその増員）という方法によるであろう。公益を反映させる最も直接的かつ効果的方法は、公益代表を自主規制機関の理事会等に、数多く送ることである。しかし、現在の米国の主要自主規制機関のように、半数もしくは半数以上を公益代表とするのは、現段階では適切とは思われない。まず、十分な知識を持つ人材の確保

の問題がある。また、そもそも米国における変遷をみても、公益代表の割合は、状況に応じて、漸進的に増加されたものである。

最後に、「公益の反映」と「熱心な規制」を実現するような手当てがなされれば、③競争制限に利用されやすいという短所の手当てとしても有益であることは、NASDの例からも明らかであろう。なぜなら投資家や公共の利益の実現には、公正かつ自由な競争が大きな役割を果たしているからである。個々の証券会社による不当な競争制限の防止については、最近、日本証券業協会が手数料自由化にそなえ『証券会社の独禁法遵守に関する手引き』を作成するなどの動きもある。⁽¹⁸⁶⁾しかし、不当な競争制限の防止を証券取引法や自主規制機関の規定において正面から規定せず、独占禁止法にのみ委ねる方法には限界があろうし、従来競争の必要性があまり認識されてこなかったという経緯や、自主規制の本来的短所を考慮すれば、不当な競争制限の防止を直接の目的とする規定を設けるべき時期に來ているといえよう。

(181) 証券取引法七九条の七。

(182) 証券取引法一三〇条、一三一条。

(183) 神埼前掲(注3)及び上柳ほか・前掲(注3)参照。

(184) 河本一郎「大武泰南『証券取引法読本』(一九九三年)二五四頁参照。

(185) 「証券市場の総合改革―豊かで多様な二一世紀の実現のために―」(平成九年六月一三日証券取引審議会)

(186) 泉水・前掲(注9)六〇―六一頁参照。